

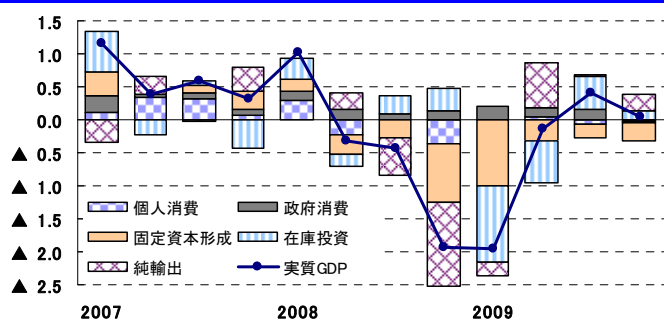
Economic Monitor

停滞感強い欧州経済 (Monthly Update)

ユーロ圏経済は、政策効果の息切れと雇用状況の悪化により個人消費が低迷、住宅投資の調整が続くなど内需の回復が遅れ、輸出の回復力も乏しいため、1~3月期はマイナス成長の可能性もある。景気は2010年を通じて持ち直しの域を脱せず、利上げが来年にずれ込む可能性も。ギリシャ問題は再び落ち着きを見せているが、再燃のリスクは残る。

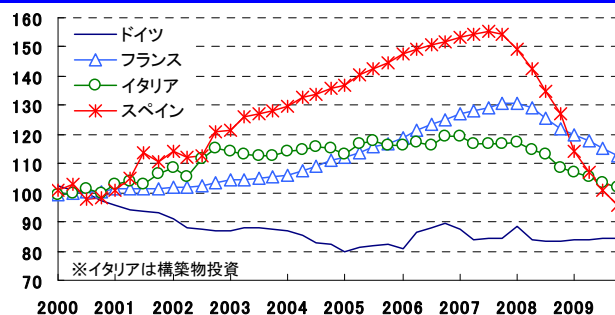
4月7日に改訂されたユーロ圏の2009年10~12月期成長率は、改定前の前期比0.1%（年率0.5%）から0.0%（年率0.2%）に下方修正され、ユーロ圏経済の停滞を示した。個人消費が前期比横ばい、固定資本形成が▲1.3%と7四半期連続で減少するなど国内需要が低迷するなか、輸出の増加によりかろうじてマイナス成長を回避する状況にある（純輸出の寄与度0.3%Pt）。

ユーロ圏の実質GDP(%、季節調整済前期比)



(出所)Eurostat

住宅投資の推移(2000年=100、季節調整値)



(出所)Eurostat

個人消費は、政策効果の息切れと雇用情勢の悪化により低迷している。10~12月期の就業者数は前期比▲35万人と6四半期連続で減少、失業率は11月から1月まで3か月連続9.9%の後、2月には10.0%まで上昇している。また、昨年は個人消費の牽引役となった乗用車販売は、スクラップ・インセンティブによる押し上げ効果の息切れにより1月には前期比▲9.2%と大幅に減少した。2月は2.7%の増加となったが、1月の落ち込みを補いきれていない。小売販売（実質、除く自動車）も、1月の▲0.2%に続き2月も▲0.6%と振るわず、1~2月平均は10~12月を0.1%下回る水準にとどまっている。1~3月期の個人消費は、前期比減少となる可能性が高い。

固定資本形成のうち住宅投資は、2007年半ばまで投資の拡大が続いたスペイン（2009年10~12月期前期比▲5.1%）で9四半期連続、フランス（▲2.4%）で7四半期連続の減少となったほか、イタリア（構築物投資：▲1.6%）でも7四半期連続で減少している。住宅投資の水準は、スペインで2000年頃をようやく下回ったところであり、フランスでは依然として1割程度上回っている。住宅投資の調整は道半ばであり、1~3月期も減少が続くであろう。

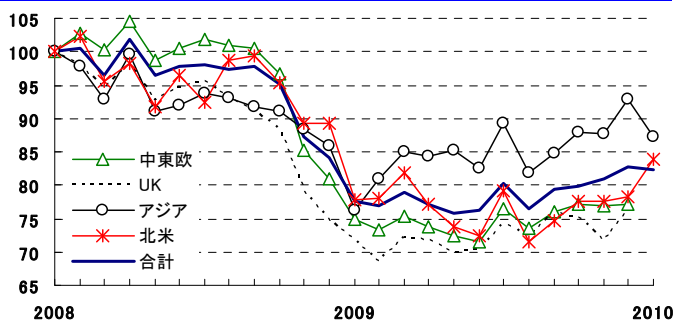
輸出も、主力の中東欧や英国向けの回復力が乏しく、力強さは感じられない。1月の輸出（通関額ベース）は、景気の持ち直しが鮮明となりつつある北米向けが前月比7.3%と大幅に増加したものの、アジア向けが前月の反動もあって▲5.8%と落ち込んだことから、全体でも▲0.6%と小幅減少した。それでも、1月の水準は10~12月期を1.4%上回っている。また、年初からのユーロ安が追い風となることが期待され

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

るため、1～3 月期の輸出は増勢を維持するとみられるが、内需の落ち込みを十分に補えるかは不透明である。

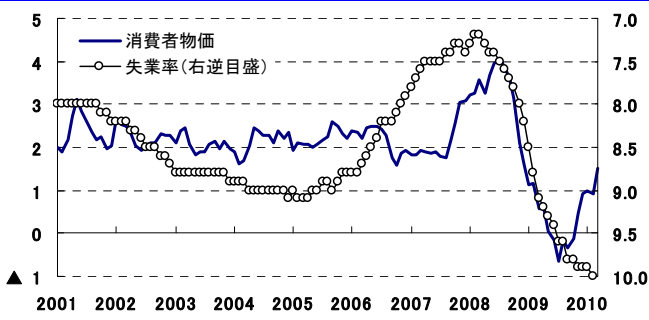
成長率との連動性が高い総合 PMI 指数は、3 月に 55.9 (2 月 53.7) まで改善しているため、3 月にかけて景気が持ち直しつつある可能性はあるが、需要動向から見る限り、1～3 月期の成長率は小幅なプラスが精一杯であり、マイナスとなる可能性も否定できない。

地域別輸出の推移 (2008年1月=100、季節調整値)



(出所)Eurostat

消費者物価と失業率の推移 (%、前年同月比、季節調整値)



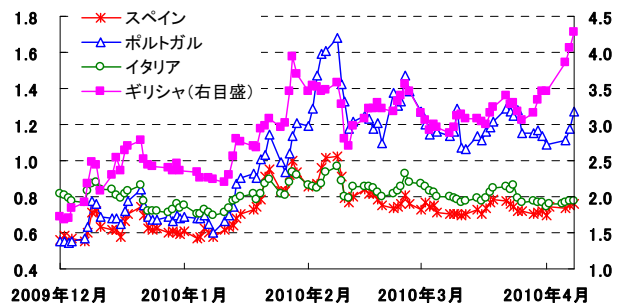
(出所)Eurostat

景気の緩慢な動きにもかかわらず、3 月のインフレ率 (HICP) は、前年同月比 1.5% と 2 月の 0.9% から伸びを大きく高めた。内訳は未発表のため詳細は不明であるが、インフレ率の上昇は原油や食料品の価格上昇による影響が大きいとみられ、失業率の高さなどから判断すればインフレ圧力は極めて小さい。こうした情勢を踏まえ、ECB は 8 日の理事会で政策金利を 1% に据え置いたが、理事会後の記者会見で注目されたのは、景気動向よりもギリシャの財政問題への対応である。

ギリシャ問題は、3 月 25 日のユーロ圏首脳会議において、ギリシャ支援の方針と具体的な方法が正式に合意されたことを受け、終息するかに思われた。実際に、1 ユーロ=1.32 ドル台まで売られていたユーロが 4 月 1 日には 1.36 ドル近くまで買い戻され、市場は一旦落ち着きを見せた。しかし、8 日にかけてギリシャ国債とドイツ国債のスプレッドが急拡大し、ユーロが急落するなど、ギリシャ問題が再燃した。背景には、ギリシャが IMF 支援受け入れに抵抗を示し EU の合意が白紙に戻される可能性などが指摘されていた。つまり、ギリシャ国債のデフォルト・リスクが高まった、との見方が強まったわけである。

しかし、ECB のトリシェ総裁は、理事会後の会見において、ギリシャのデフォルトの可能性を否定した。また、ECB は、今年末までとしていた A 格から BBB 格への担保要件緩和を継続¹する方針を正式に決定した。ギリシャ国債は、格付け機関大手 3 社のうち、既に S&P とフィッチ²が BBB 格まで格下げしているが、残るムーディーズが BBB 格に格下げしたとしても、今回の決定により来年中も金融機関による購入が期待

ドイツ国債との利回り格差 (%Pt、10年債)



(出所)Ecowin

¹ 一方で、担保掛目が厳格化され、A 格以上に比べ BBB 格の国債を担保とする借入の条件は厳しくなる。詳細は 7 月に公表される予定。

² S&P は 3 月 17 日に EU による一連の対応を評価して BBB+ で据え置いた一方、フィッチは国債利回りの上昇などを理由に 4 月 10 日に BBB+ から BBB- へ格下げしており、ギリシャ問題に対する評価は格付け機関によって見方が分かれている。

できるため、ギリシャが財政健全化を進めデフォルト・リスクを払拭するための時間的猶予ができたことになる。

ECBの決定に加え、ギリシャの財政赤字が2010年1～3月期に前年同期比で4割減少したこと、11日にはユーロ圏がギリシャ支援の具体的な条件（市場金利よりも低利で融資など）を決定したことを受けて、ユーロは12日に1.36ドル台半ばまで回復、資金繰り懸念が大きく後退したことを示した。しかし、財政赤字削減のメドが立たない限り、根本的な解決にはならない。ギリシャ政府は、財政赤字を2009年のGDP比12.9%から2010年は8.7%まで削減する目標を掲げているが、国内は公務員給与の大幅削減など痛みを伴う緊縮財政への反対が根強く、今後も順調に進むか予断を許さない。その意味で、5月15日までに報告される財政健全化の進捗状況が注目される。

なお、当社では、2010年のユーロ圏の成長率を0.9%と予想しているが、最近の景気動向を見る限り、その達成が危ぶまれる。また、年末頃に米国と歩調を合わせる形で利上げを行うとも予想しているが、こうした景気判断に基づけば、利上げ時期は来年にずれ込む可能性が高まったと考えている。